

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号: 200008059

UDC \_\_\_\_\_

## 学 位 论 文

# 美国证券虚假陈述民事赔偿请求主体 的法律制度研究

——从“规则解释”到“实证分析”的发展  
及其对我国证券法律实践的借鉴意义

李 翠 颖

指导教师姓名: 徐 崇 利 教 授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 国 际 法 学

论文提交日期: 2003 年 5 月

论文答辩时间: 2003 年 5 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2003 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2003 年 5 月

## 目 录

前 言 .....	1
第一章 “规则解释”——美国证券法关于证券民事赔偿请求主体的规 范之探寻与质疑 .....	4
一、美国证券法关于证券民事赔偿请求主体的具体规定 .....	4
(一) 美国 1933 年《证券法》第 11 条 a 款及第 12 条 a 款 ii 项 之规定 .....	4
(二) 美国 1934 年《证券交易法》第 9 条 e 款及第 18 条 a 款 之规定 .....	5
(三) 美国 1934 年《证券交易法》第 10 条 b 款以及 10b—5 规 则之规定 .....	6
二、对美国证券法关于证券民事赔偿请求主体的规定的质疑 .....	9
第二章 “实证分析”——Barnes v. Osofsky 案: 美国证券法关于证券 民事赔偿请求主体实证分析的尝试 .....	12
一、Barnes v. Osofsky 案案情简介 .....	12
二、对 Barnes v. Osofsky 案的分析及质疑 .....	14
(一) 案件分析 .....	14
(二) 对案件的质疑 .....	15
三、因果关系及欺诈市场理论的运用 .....	16
(一) “信赖关系”与“因果关系”之间的关系 .....	16
(二) 原告对被告虚假陈述的“信赖”分析 .....	17
(三) 有效市场假说及欺诈市场理论的运用 .....	19
四、小结 .....	23
第三章 有权提起赔偿请求的主体之实证分析 .....	24
一、证券的买卖双方 .....	24
二、短线交易者 .....	26
三、其他公司证券的买者和卖者 .....	28
四、转换及股票置换行为的实施者 .....	29
五、被强迫的卖方 .....	30
六、小结 .....	30
第四章 无权提起赔偿请求的主体之实证分析 .....	31
一、私人交易中的买者和卖者 .....	31
二、声称如果没有虚假陈述将会购买证券的人 .....	32

(一) 案情简介 .....	32
(二) 法院判决 .....	33
(三) 笔者见解 .....	34
三、个人股东 .....	35
(一) 案情简介 .....	36
(二) 法院判决 .....	36
(三) 笔者见解 .....	37
四、没有采取必要措施减少损失的投资者 .....	38
<b>第五章 规则解释与实证分析的比较及其对我国证券法的借鉴意义</b> .....	39
一、原告主体之身份认定——实证分析的实然性检验标准的应用 .....	39
二、规则解释与实证分析的比较——以公平正义为衡量标准 .....	40
三、实证分析对我国证券法有关证券民事赔偿请求主体规定的借 鉴意义 .....	41
(一)《规定》中有关证券民事赔偿请求主体的具体规定 .....	42
(二)《规定》中有关证券民事赔偿请求主体规定的缺陷 .....	45
(三)以实证分析标准对《规定》修改的建议 .....	48
四、小结 .....	49
<b>结 束 语</b> .....	50
<b>主要参考文献</b> .....	52

## 内 容 摘 要

本文以规则解释与实证分析为主线，对美国证券虚假陈述民事赔偿请求主体作了较为深入的探讨。在行文中，运用典型的案例，阐述了规则解释在实践操作中的限定性；对有权提起赔偿请求的主体与无权提起赔偿请求的主体分别进行了实证分析；通过对规则解释与实证分析的比较，论证以公平正义为目标的实证分析方法在实践中的合理性；同时结合我国最高人民法院公布的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》，对证券虚假陈述民事赔偿请求主体的范围进行了评述。

除前言和结束语外，全文共分五章。

第一章对美国 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》中有关证券虚假陈述民事赔偿请求主体的具体规定进行了分析评价，指出其规定的缺陷所在以及在实践中将遇到的困难。

第二章以 Barnes v. Osofsky 案为例分析了严格依照规则解释在审判实践中将产生的不尽公平的结果，以及如何运用实证分析的方法对规则解释进行修正及完善。同时，为了给证券民事赔偿提供一定的理论依据，本章还对有效市场假说、欺诈市场理论在证券虚假陈述的信赖推定及因果关系中的运用，进行了法理学及经济学方面的双重阐释。

第三章从实证分析的角度出发，选取了五类较典型的有权提起赔偿请求的主体——证券的买卖双方、短线交易者、其他公司证券的买者和卖者、转换及股票置换行为的实施者及被强迫的卖方，并对之分别予以探讨。

第四章与第三章相对应，结合典型的案例并采用实证分析的方法，对私人交易中的买者和卖者、声称如果没有虚假陈述将会购买证券的人、个人股东和没有采取必要措施减少损失的投资者这四类主要的无权提起赔偿请求的主体，进行了分析研究。

第五章以公平正义为准则，对规则解释与实证分析进行了比较，指出在实践中运用实证分析的方法将更符合公平正义的法律精髓。此外，还以实证分析方法对我国最高人民法院公布的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》进行了评述，分析其缺陷与不足，并提出一定的立法建议。

**关键词：**规则解释 实证分析 虚假陈述 民事赔偿请求主体

厦门大学博硕士论文摘要库

## 前 言

当私欲不断地促使人们背离市场公开的要求，当虚假陈述如同遮光的胶布逐渐充斥证券市场，此时，公开就成了一种社会的理念、市场的君子协定。为了投资者的安全、市场的信用和公开制度的周全，对虚假陈述加诸法律责任，对投资者进行保护实有其存在之必要。

对虚假陈述的规制及投资者利益的保护，被誉为“美国证券法律的核心与基石、美国联邦证券管理的金字招牌”<sup>①</sup>的美国 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》可谓典范，其亦成为各国证券法律竞相仿效的对象。但对两部法律进行深入研究后将会发现：在对证券民事赔偿请求主体的规定上，规则自身的解释似不能导致实践中完全公平正义的裁断；严格对规则本身进行限定解释将会对确定原告主体的合理范围产生不利的影响。为此，必须引入实证分析方法进行疏解与补充。

对规则解释与实证分析的区分似可借鉴大陆法系学说上关于法律解释目的的主观说与客观说两种对立的观点。主观说认为法律解释的目的在于探求立法者主观的历史意思；客观说则认为其目的在于发现寓存于法律、合于其理念之规范意旨。<sup>②</sup>可以说，规则解释就类似于主观说，而实证分析则与客观说具有同根性。规则解释与实证分析的分歧，体现了对司法职能的不同认识和价值观上的冲突：司法者是应当严格恪守立法者立法时的本意进行裁判还是应承担起发展法律的任务？立法者与司法者的职能之间是否应该有一条明确的界线？法律的安定性价值与公平性价值何者为重？思量之余，不难发现，若采用严格的规则解释，则法律之发展将受制于“古老的意思”，<sup>③</sup>不能适应新的社会需要。与之相对应，实证分析所倡导的是发挥司法者的能动性，重视法律的公平性价值，并最终达到补充或创造法律之功能。正如自由法运动的元老、目的法学派的先驱 Rudolf von Jhering 曾指出的：“目的是所有法律的创造者”，司法者应当享有“续造”法律的权限。<sup>④</sup>因此，司法者在审判中运用实证分析，不仅是单纯地为了澄清法律的疑义，而且已经成为实现法律内在的公平正义的一种工具。

本文认为，司法者应当以公平正义的理念为最高的审判准则，在立法者的规划与自身

<sup>①</sup> [台] 余雪明著：《证券交易法》，证券市场发展基金会 2000 年编印，第 17 页。

<sup>②</sup> 王泽鉴著：《民法实例研习——基础理论》，台湾五南出版公司 1990 年版，第 128 页。

<sup>③</sup> 同上，第 129 页。

<sup>④</sup> Michael S. Rubin, Implied Rights of Action-Private Plaintiffs may not Bring Aiding and Abetting Suits under 10(b) of the 1934 Securities Exchange Act, Seton Hall Law Review, Vol.25, 1994, p.666.

对个案的具体衡量之间寻求平衡点，必须对立法者的历史意思和对实践的客观要求形成正确的认识与判断。在对证券虚假陈述民事赔偿请求主体的规定上，仍应坚持以 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》为先导，但在具体的个案审理中应以实现最终审判结果的公平性与正义性为目标，运用实证分析的方法，敢于对规则进行突破与创新。例如，本文在第二章对 *Barnes v. Osofsky* 案中，就从实证分析的视角提出应当对那些虽然在虚假陈述被披露之后买进证券，但仍同样受到虚假陈述侵害的投资者提供救济。同时，还对如何判断虚假陈述被披露提供了实证分析上的标准。

似可以说，运用典型的案例并以公平正义为准则进行实证分析是本文的特色所在。在此，还需指出的是，之所以选取证券民事赔偿请求主体的范围这一问题进行研究，主要基于我国当前学术界对此问题的研究较为薄弱。学术界在对证券民事主体这一课题的研究主要集中于对责任人<sup>①</sup>范围的探讨上，有关的著作及其他科研成果颇丰。但对于证券民事赔偿请求主体（即原告）的范围，传统理论一直认为此争议不大，没有专门研究的必要。直到红光实业、琼民源、大庆联谊，尤其是银广厦等公司在证券发行中的虚假陈述行为的曝光及给投资者造成巨大的损失，理论界才对证券民事赔偿请求主体开始关注，但关注的焦点仍是集中在对集团诉讼的探讨上，对原告主体范围及资格的问题仍鲜有提及。然而，可喜的是，2003 年 1 月 9 日最高人民法院出台的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》中首次对原告主体资格问题进行了规定。虽然规定仍存在欠缺之处，但已经反映出最高人民法院对该问题的重视，并预示着在不久的将来学术界对此问题研究的兴起。本文的写作目的就是希望能通过以实证分析方法对证券民事赔偿请求主体的研究，为完善我国证券民事赔偿请求主体制度提出初步的建议，并对其发展有所裨益。

---

<sup>①</sup> 证券民事责任中的责任人主要包括：发行人、董事、承销商、会计师和律师等。

# 第一章 “规则解释”——美国证券法关于证券民事赔偿请求主体的规范之探寻与质疑

## 一、美国证券法关于证券民事赔偿请求主体的具体规定

美国证券法关于证券民事赔偿请求主体的规定主要体现在 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》的若干条款中，兹分述如下：

### （一）美国 1933 年《证券法》第 11 条 a 款及第 12 条 a 款 ii 项之规定

第 11 条 a 款（“享有诉由的人”）规定：“对招股说明书的任何部分，在其有效的情况下，若存在对实质性事实的虚假记载、对应当陈述的实质性问题之遗漏或对事实的误导性陈述，则任何获得该种证券的人（在获得该证券时已知悉存在非真实或遗漏情形的除外）都可以依照法律或公平原则，在任何有权管辖的法院提起诉讼。……”<sup>①</sup>由此可知，该款所规定的保护范围为“任何获得该种证券的人”，即证券的买方。同时从该款规定亦可推知：在证券发行中，证券认购者对招股说明书虚假陈述的信赖<sup>②</sup>是被推定存在的，即原告无需证明虚假陈述是诱使投资者认购的一个因素，或者不必证明投资者曾经阅读过招股说明书。只要招股说明书存在非真实陈述、遗漏或者误导性陈述，投资者就可向有权管辖的法院提起诉讼。此外，第 12 条 a 款 ii 项还规定：“……证券销售者应当对向其购买证券的人承担责任。买方可以依据法律或公平原则向任何有权管辖的法院提起诉讼，以补偿购买证券的合理费用，或弥补其不再拥有该证券所遭受的损失。”<sup>③</sup>这一款项是以更明确的用语表明原告主体的范围为“购买证券的人”或“买方”。

### （二）美国 1934 年《证券交易法》第 9 条 e 款及第 18 条 a 款之规定

第 9 条 e 款（“责任人”）规定：“任何人在参与证券交易中蓄意违反该条 a、b、c 款的，应当对任何以受该交易行为影响的价格买卖证券的人承担责任。同时，由此而遭受损失的人可以依照法律或公平原则在任何有权管辖的法院提起诉讼，并要求对因此而受的损失进行赔偿。……”<sup>④</sup>同时，第 18 条 a 款（“有权要求损害赔偿的人”）也规定：“对任何不知悉

<sup>①</sup> 1933 年《证券法》第 11 条 a 款原文：Persons possessing cause of action; persons liable. In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue—

<sup>②</sup> 对于信赖因果关系的认定问题，本文将在第二章第三部分予以详细阐述。

<sup>③</sup> 1933 年《证券法》第 12 条 a 款 ii 项原文：…shall be liable, subject to subsection (b), to the person purchasing such security from him, who may sue either at law or in equity in any court of competent jurisdiction, to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security.

<sup>④</sup> 1934 年《证券交易法》第 9 条 e 款原文：Any person who willfully participates in any act or transaction in violation of subsections (a), (b), or (c) of this section, shall be liable to any person who shall purchase or sell any security at a price which was affected by such act or transaction, and the person so injured may sue in law or in equity in any court of competent



该陈述存在虚假或误导，并将依赖此陈述以受该陈述影响的价格买卖证券的人，责任人应当对其因此所受的损失承担责任。除非被告将证明其是以诚信行事同时并不知悉该陈述存在虚假或误导。原告可以依照法律或公平原则向任何有权管辖的法院提起诉讼。……”<sup>①</sup>依照此款，以受到该陈述影响的价格买卖证券的投资者都有权要求损害赔偿。

通过对以上美国 1933 年《证券法》第 11 条 a 款、第 12 条 a 款 ii 项及 1934 年《证券交易法》第 9 条 e 款、第 18 条 a 款的比较分析，可以清楚地发现两个问题：

首先，就原告主体的范围而言，1934 年《证券交易法》比 1933 年《证券法》有了一定程度的扩大。1933 年《证券法》第 11 条 a 款所规定的原告为“任何获得该种证券的人”（any person acquiring such security），即证券的买方；第 12 条 a 款 ii 项明确表明原告为“购买证券的人”（the person purchasing such security）。而 1934 年《证券交易法》第 9 条 e 款及第 18 条 a 款所规制的原告主体范围就已经由原先的“购买证券的人”扩大到“任何以受该交易行为影响的价格买卖证券的人”（who shall purchase or sell any security），也就是“买卖双方”。

其次，就原告主体的身份而言，美国 1933 年《证券法》与 1934 年《证券交易法》规定了以下四个方面的要求：第一，主观上原告应是对所购证券存在的虚假记载、重大遗漏或误导性陈述并不知悉，即主观善意；第二，以受被告的陈述或交易行为影响的价格买卖证券的人；第三，受到了损害；第四，损害与虚假陈述之间存在因果关系。若投资者同时满足以上四个要件，就可以原告身份依照法律或公平原则向任何有管辖权的法院提起诉讼，要求被告赔偿其所受到的损失。

### （三）美国 1934 年《证券交易法》第 10 条 b 款以及 10b-5 规则之规定

#### 1、美国 1934 年《证券交易法》第 10 条 b 款的规定

第 10 条 b 款规定：“任何人直接或间接地利用州际商业工具、邮件或任何全国性证券交易所的任何设施，从事下列行为皆为非法：在购买或销售已在证券交易所注册、或未注册的任何证券时，违反证券交易委员会为公共利益或保护投资者所制定的规则和条例，利用或使用任何操纵性、欺骗性的手段或计谋。”<sup>②</sup>在 Ernst & Ernst v. Hochfelder 案中，美国联邦最高法院认为 1934 年《证券交易法》第 10 条 b 款是“一包罗万象的条文。此外，第 9 条和第 10 条 a 款还和第 10 条 b 款交相辉映，几乎涵盖了一切证券欺诈行为。但实际上由于第 10 条 b 款本身不能自动实施，从而大大削弱了其威慑力。”<sup>③</sup>

由于第 10 条 b 款不能自动实施，且 1933 年《证券法》第 17 条 a 款和 1934 年《证券

jurisdiction to recover the damages sustained as a result of any such act or transaction....

<sup>①</sup> 1934 年《证券交易法》第 18 条 a 款原文：shall be liable to any person (not knowing that such statement was false or misleading) who, in reliance upon such statement, shall have purchased or sold a security at a price which was affected by such statement, for damages caused by such reliance, unless the person sued shall prove that he acted in good faith and had no knowledge that such statement was false or misleading. A person seeking to enforce such liability may sue at law or in equity in any court of competent jurisdiction....

<sup>②</sup> Securities Act of 1934, at <http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRls/reg10B.html>, September 2, 2002.

<sup>③</sup> 杨亮著：《内幕交易论》，北京大学出版社 2001 年版，第 86 页。

交易法》第9条a款、第15条c款i项<sup>①</sup>和第15条c款ii项<sup>②</sup>仅仅适用于在购买证券时具有欺诈行为的以下人员：经纪商和自营商的柜台交易、那些旨在吸引他人购买而买入证券的人。这样的规定无疑留下了很大的法律漏洞，诸如发行人、发行人的董事和高级管理人员以及大股东买入证券时，如果发生欺诈行为，<sup>③</sup>并无特定的法律对其进行规制。为此，美国证券交易委员会根据1934年《证券交易法》的授权，制定了贯彻实施第10条b款的一系列规则，<sup>④</sup>其中起基石作用的当属10b—5规则。其实，10b—5规则的产生具有很大的偶然性，纯粹是临时出于管制需要而制定的。<sup>⑤</sup>

## 2、10b—5规则的具体规定

10b—5规则适用于所有“与任何购买或出售证券有关的”欺诈行为：“任何人直接或间接利用州际商业工具、邮件或者全国性证券交易所的任何设施等方式或手段从事下列行为，均属违法：（1）使用任何手段、计划或诡计从事欺诈行为；（2）对重要事实进行虚假记载或遗漏了可避免产生误导的重要事实；（3）从事与证券买卖有关的、导致或将要导致欺诈或欺骗的任何行为、做法或商业活动。”<sup>⑥</sup> 10b—5规则在美国反证券欺诈中扮演着极为重要

<sup>①</sup> 该规定是1936年修订《证券交易法》时新增的，当时称为第15条c款，1975年对第15条c款进行了修订，现调整为第15条c款i项。第15条c款i项的具体规定为：任何经纪商或自营商，不得使用邮件或州际商业工具等方法，在作为会员的全国性证券交易所之外，通过任何操纵性、欺骗性或其他欺诈性手段或计谋，交易或诱使买卖任何证券（商业票据、银行承兑汇票或商业单据除外）。此外，第15条c款i项还要求证券交易委员会通过规则和条例对操纵性、欺骗性或其他欺诈性手段或计谋作出定义。对于自营商也有类似的禁止性规定。本条的规定和第10条b款相比，存在实质性的区别：其一，尽管本条也要求证券交易委员会制定规则和条例对某些专有名词作出界定，但是该条的前半部分却是可以自动实施的，而在缺乏具体规则的情况下，第10条b款是不能直接适用的；其二，本条仅仅限于柜台交易，而第10条b款无此限制；其三，本条只适用于经纪商或自营商开展的交易。此外，和第10条b款相同，而与第17条a款不同的是，本条既适用于证券购买也适用于证券销售中的欺诈行为。

<sup>②</sup> 作为1938年修正案的组成部分，国会在增补第15条a款时，还通过了现行的第15条c款ii项。第15条c款ii项的规定和第15条c款i项除了存在以下区别外，基本相同：第一，不适用于豁免证券；第二，涵盖“虚假报价”和欺诈性、欺骗性或其他操纵性行为；第三，要求证券交易委员会通过制定规则来设计旨在防止这些做法和报价的合理方法，并对其进行界定。1993年《证券法》修正案在第15条c款i项和第15条c款ii项中增加了分条，授权证券交易委员会制定规则以禁止政府证券商从事欺诈性、欺骗性或操纵性行为或做法。此外，还通过了新的第15条c款vii项规定在投标或购买政府证券时，任何政府证券经纪商、政府证券自营商或要约中的投标人或购买者，不得故意进行虚假或误导性书面陈述、或遗漏为避免书面陈述产生误导的任何事实。

<sup>③</sup> 杨亮著，前引书，第88页。

<sup>④</sup> 其中规则10b-1、10b-2（由于该规则的规定已经过时，而被美国证券交易委员会于1993年废止）、10b-3、10b-6、10b-18适用于操纵市场；10b-4、10b-13适用于收购要约；10b-7、10b-8适用于稳定市场；10b-9则对全部接受或全部拒受要约进行限制；10b-10为确认规则；10b-16有关信用交易中信贷条款的披露；10b-17适用于股利登记日和其他特定事件的不及时公告。

<sup>⑤</sup> 1942年美国证券交易委员会的主要负责人Milton Freeman在费城办公室工作时，收到贸易与交易部主任Jim Treanor的电话，告知其波士顿分区负责人Paul Rowen通知，某公司总裁正利用欺诈手段从股东手里以每股4美元的价格购买股票。虽然公司的盈利状况良好，但该总裁却欺骗众股东公司的效益低下。Paul Rowen电话请示该如何处理此事。这件事在当时而言的确是个难题，因为虽然1933年《证券法》第17条a款规定出售股票时使用欺诈手段或进行虚假陈述是非法的，但对于购买股票时的情况却没有相应的规定。1934年《证券交易法》第9条a款iv项及第15条c款其时的规定，也仅仅适用于证券经纪商或交易商在柜台交易中使用欺诈手段购买证券，以及任何人出于引诱他人跟进购买和操纵市场的目的，而在购买已登记证券时有欺诈行为的情形。尽管找不到相关法律规定，却没有理由纵容该公司总裁的这种恶行。Freeman先生遂指示秘书，将1933年《证券法》第17条a款和1934年《证券交易法》第10条b款结合在一起，起草了著名的10b—5规则，以填补上述法律的漏洞。该规则草案在讨论时获得了美国证券交易委员会的一致批准。See L. Loss & J. Seligman, Securities Regulation, 3<sup>rd</sup> ed., 1991, p.3487.

<sup>⑥</sup> 1934年《证券交易法》10b—5规则原文：It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, To employ any device, scheme, or artifice to defraud, To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

的角色。美国证券法权威 Louis Loss 教授和 Joel Seligman 教授认为：在美国所有法典中，几乎再也找不到第二例像 10b—5 规则这样能通过立法、行政、司法的相互作用、相互影响，从短短的条文中衍生出如此众多内容的法规。<sup>①</sup>可以说 10b—5 规则是一个全方位的（catch—all）反欺诈条款，适用于与证券交易有关的各种欺诈行为。从性质上讲，它属于联邦证券法的范畴。<sup>②</sup>在其涉及到的第一个 10b—5 规则民事诉讼案件中，联邦最高法院就明确指出，10b—5 规则旨在禁止一切与证券买卖有关的欺诈行为。无论该行为是在有组织的市场中，还是在面对面的交易中实施的。而且，不论该证券是否应根据 1934 年《证券交易法》进行登记，也不论证券发行人是公众公司还是封闭公司，都一律受 10b—5 规则的约束。<sup>③</sup>

### 3、10b—5 规则对原告主体的规定

根据上述对 10b—5 规则的阐述，可以总结出其对原告的规定为以下两个方面：其一，证券买卖交易的真实存在（并不是仅为证券发行人的误述）<sup>④</sup>是提起诉讼的前提条件。由此，10b—5 规则项下民事诉讼的原告，必须是在受被告欺诈或误导的情况下，实际从事过证券交易的投资者；意即只有证券的“买方”或者“卖方”，才有权提起该规则项下的诉讼。“买方或者卖方”标准（purchaser-seller requirement）是关于原告资格最主要的一个限制。美国联邦最高法院 1975 年在审理 Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores 一案时，明确肯定了这个标准。人们通常认为，正是从该案起，法院开始转变了对 10b—5 规则民事诉讼的放任态度，不再像以前那样，对规则的适用进行过于宽泛的解释，以迎合原告的诉讼请求。<sup>⑤</sup>对此案，本文将在下文中具体阐述。其二，只有那些购买或出售存在虚假陈述的相关证券而遭受损失的投资者才能成为合格的原告。美国联邦最高法院认为，所谓与虚假陈述间存在因果关系是指投资者在虚假陈述的有效期间买卖相关证券并遭受到损失。<sup>⑥</sup>

## 二、对美国证券法关于证券民事赔偿请求主体的规定的质疑

综合 1933 年《证券法》第 11 条 a 款、第 12 条 a 款 ii 项，1934 年《证券交易法》第 9 条 e 款、第 18 条 a 款以及 10b—5 规则的规定，可以归纳出这些法律对原告主体资格的要

<sup>①</sup> L. Loss & J. Seligman, *supra*, pp.3487-3488.

<sup>②</sup> David L. Ratner, *Securities Regulation*, 4<sup>th</sup> ed., 1992, pp.15-16.

<sup>③</sup> Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, 3<sup>rd</sup> ed., 1995, pp.848-849.

<sup>④</sup> 此发行人的虚假陈述不仅限于披露文件中出现的虚假陈述。任何陈述，无论是口头的还是书面的，只要包含着虚假陈述，均可产生民事责任。这包括对新闻媒体的陈述和直接对投资者的陈述。但是在新闻报道中的虚假陈述如果仅仅来源于未能确指的某一出处，除非原告能够具体确指信息的来源，否则，民事责任不能成立。对由第三人（如分析师）作出的陈述，除非公司为该陈述的准备提供了资料并且这些资料体现在这些陈述中，否则不承担民事责任。表达某种观点（如谈论一项交易是公平的等）的陈述，一般而言不会产生民事责任，除非原告能够证明这种观点并非表达者的真实想法或观点缺乏合理的基础。转引自齐斌著：《证券市场信息披露法律监管》，法律出版社 2000 年版，第 269 页。

<sup>⑤</sup> L. D. Soderquist & T. A. Gabaldon, *Securities Law*, 1993, p.141.

<sup>⑥</sup> Ginger E. Margolin, *Holding Securities Litigation*, 1990, p.754.

求为以下五个要件：第一，主观上原告应对所购证券存在的虚假记载、重大遗漏或误导性陈述并不知悉，即主观善意；第二，以受被告的陈述或交易行为影响的价格买卖证券的人；第三，受到了损害；第四，损害与虚假陈述之间存在因果关系；第五，证券买卖交易的真实存在。

对规则规定的五个要件进行分析后，笔者对此提出以下两个方面的质疑：

其一，规则规定的以受被告的陈述或交易行为影响的价格买卖证券的人是否仅仅只包括那些“真实地买卖证券的人”，还是同时可以涵盖“相互间具有合约关系的人”。对这一问题，美国证券司法实践中存在着相当大的争议，而规则本身也未对这一问题予以明确的规定。相比较而言，英国 1986 年《金融服务法》第 150 条（“因虚假或误导性陈述支付的赔偿”）规定：若上市说明书或补充上市说明书中存在不真实误导性陈述或对要求载明的任何事项的遗漏，对此有权请求赔偿的原告为：（1）获得有关证券的人；（2）订立有关获得该证券或该证券的利益的合同的人；（3）因其而遭受损失。由此可见，英国法律明文将具有合约关系的相对人纳入原告的范围之内。<sup>①</sup>对是否应将“具有合约关系的相对人”纳入原告主体的范围之内这一问题，笔者赞同英国 1986 年《金融服务法》的规定，主张原告主体的范围应当包括那些具有合约关系的相对人。因为已经成立的合约在双方当事人之间产生的是一定的法律约束力，其根本效力是发生当事人预期的法律后果，当事人必须履行合约，否则就构成对合同义务的违反。因此，合约从效力上看，其与真实的购买（即履行）具有同质性。

其二，规则规定原告应为由于虚假陈述而遭受损失的投资者。显然，该规定尚缺乏量化的标准，即到底应如何正确判断哪些损失是由于虚假陈述造成的，哪些损失不是。对此，美国联邦最高法院作出了进一步解释，即其为在虚假陈述的有效期间内买卖相关证券并遭受损失的人；但对“虚假陈述的有效期间”并未作出明确的规定。这不仅会导致司法实践中的模棱两可，更重要的是会产生不公平的审判结果。笔者认为，对“有效期间”的概念可以有以下两种解释：第一种是严格的限定解释。其以“时间标准”为衡量尺度，即有效期间为虚假陈述的作出之日到虚假陈述真相的披露之日，凡在此期间内买卖证券的投资者因此虚假陈述而遭受的损失均有权主张赔偿救济；第二种是较为宽泛的解释。采用“结果标准”——凡在虚假陈述的合理期间内因此受到损失的投资者均有求偿权。此合理期间非严格限定于自虚假陈述作出之日起至虚假陈述披露之日，而是给予其一定的宽限期，即从虚

<sup>①</sup> 林准超编，张群群等译：《英国金融服务法》，中国民主法制出版社 1997 年版，第 32 页。

假陈述作出日到虚假陈述的披露被最终确定、<sup>①</sup>为公众投资者知悉并被市场完全吸收的一段合理期间内买卖此证券的投资者，都享有因虚假陈述的影响而寻求救济的权利。Barnes v. Osofsky 案是对严格的限定解释进行突破的初步尝试。对于该案，本文将在第二章中具体阐述。

从上述两个方面的质疑可以看出：规则本身缺乏一定的严密性和周全性，同时严格遵循规则解释有时将产生不甚公平的结果。例如，将那些相互之间具备合约关系的人排除在买卖证券的人范围之外；对那些确实由于虚假陈述而买卖证券，但该买卖行为发生在虚假陈述被披露之日到该虚假陈述被公众投资者知悉并被市场完全吸收这段时间内的投资者，认定其不属于原告范围之内。这将导致把原本依照公平原则有权享受救济的人排除在权利主体范围之外，从而造成司法实践的不公平。对此，解决的方法应是从“规则解释”走向“实证分析”，以公平正义为准则，以规则为主要依据，对个案进行具体分析。在审判实践中不应局限于对规则本身的严格解释，而应以规则为前提结合案情本身本着公正的原则进行审理。

---

<sup>①</sup> 笔者不主张采用“虚假陈述披露之日”作为判断损失的临界点，而主张采用“虚假陈述的披露被最终确定”这一标准。这是因为在实践中，有时虚假陈述的披露日并不明确，同时还存在着虚假陈述被披露后又被澄清并几经反复的情况。因此，采用“虚假陈述的披露最终确定”更具有合理性。

## 第二章 “实证分析”——Barnes v. Osofsky 案:美国证券法关于证券民事赔偿请求主体实证分析的尝试

Barnes v. Osofsky 案<sup>①</sup>是美国上诉法院第二巡回法庭在 1967 年裁断的案件,该案件对“原告主体范围”的认定进行了实证分析上的初步尝试。

### 一、Barnes v. Osofsky 案案情简介

该案的详细案情如下:

Aileen 公司是一家专门为少女及妇女设计、制造与销售中档运动服装的有限责任公司。在 1963 年秋季以前,该公司发行了 1,019,574 股普通股。其中的 205,966 股(大部分依据 1961 年的招股说明书进行公司股票登记)在美国证券交易市场上进行交易,而另外 813,608 股则归两位政府官员兼董事 Osofsky 和 Oberlin 所有。Aileen 公司的销售额从 1956 年的 2,120,394 美元上升到 1962 年的 15,045,826 美元,1963 年上半年的销售额为 9,826,655 美元。但是,该公司 1963 年第三季度的销售额已明显低于 1962 年。同时,春季订货量也未达到预先的标准。从 1963 年 9 月份开始股票价格呈现不断下跌的趋势,到 10 月底跌到每股 15.75 美元,而到年底只剩下 14.25 美元,且据此趋势,在随后的日子里价格会更低。公司于 1963 年 9 月 10 日对原先含有虚假陈述的招股说明书进行了披露(此披露只是在证券交易所进行了登记),并对股票进行新的登记。据此,承销商每股出价为 23.375 美元(这实质上是此后的市场价值),共 200,000 股(同样在美国证交所上市交易),其中的 100,000 股属于原始发行,而另 100,000 股平均分属 Osofsky 及 Oberlin 所有。

1963 年 11 月 13 日、19 日、1964 年 8 月 17 日纽约南部地方法院并案审理了以 Barnes 为首的股票购买者分别提出的三项集团诉讼,其针对的对象是 Aileen 公司、Osofsky、Oberlin、主承销商以及其他政府官员与董事。在这三项集团诉讼中,原告均依据 1933 年《证券法》第 11 条的规定提起诉讼,认为登记文件及招股说明书存在实质性的误导性陈述及重大遗漏,从而构成在登记文件生效之前公众投资者未能预见到危险信号的主要原因。原告甚至还根据 1934 年《证券交易法》的 10b-5 规则及欺诈市场理论<sup>②</sup>提起诉讼,但是,这一诉求被地方法院驳回。最后,地方法院判决 Aileen 公司败诉,并要求其应向由于其虚假陈述而受损失的股票购买者承担责任。但在本案中,地方法院仅认定只有依据 1961 年招股说明书进行

<sup>①</sup> J. D. Cox, Securities Regulations —Cases and Materials, 6<sup>th</sup> ed., 1987, p.1093.

<sup>②</sup> 对于欺诈市场理论,本文将在本章第三部分中详细论述。

登记的股票的所有者享有获得赔偿救济的权利。同时，法院还根据有关法律规定达成了一致的解决方案。此解决方案提供了 775,000 美元的保证金，其中的 50% 由 Aileen 公司提供，剩下的 50% 则由 Osofsky 和 Oberlin 平均分担。该项保证金用于在那些依照 1961 年公司招股说明书进行登记的股票持有者之间进行分配。

在本案中，对该分配方案提出反对意见的是上诉人 Fred Zilker，其于 1963 年 9 月 12 日以每股 23.375 美元的价格购买了 25 股，后又于 12 月 23 日以每股 13.50 美元购买了 50 股。上诉人的反对意见主要针对解决方案中主张限制那些在 1963 年 9 月 10 日公司对原先含有虚假陈述的招股说明书进行披露后购买并登记股票的投资者的权利，因为，若依此限制，那些在所谓的不完整的招股说明书被披露后购买股票的人，就无权获得赔偿。

Fred Zilker 主张，公司在 1963 年 9 月 10 日所作出的披露只是在证券交易所进行了登记，并未让广大公众投资者知悉；而且即使地方法院依照 1933 年《证券法》第 11 条只对那些因有瑕疵的招股说明书而购买股票的投资者进行补偿，法院在公平的基础上，也应提供那些实际上同样受到损害的人参与求偿的权利。由此而产生的问题就是：地方法院裁决将 1933 年《证券法》第 11 条仅适用于原先依 1961 年的招股说明书登记的股票的购买者是否有误。对此上诉，地方法院认为，1933 年《证券法》有两个主要的目标：一为完全、公平地披露销售于州际间，对外贸易及以邮件方式销售的证券的真实情况；二为防止销售中的欺诈行为。这些目标都是通过一个总的反欺诈条款来实现的。第 11 条所规范的是在登记文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的情形下的民事责任问题，其所设置的严格惩戒措施是为了确保通过登记制度实现全面真实的信息披露。据 1933 年《证券法》第 2 条 a 款及第 6 条的规定，对存在虚假陈述的登记文件进行披露是为了给特定的登记过的股票提供救济，而要对其他股票也提供相同的救济是不太现实的。但是，部分地方法院法官指出应在实践中对 1933 年《证券法》第 11 条进行突破，对那些虽然在虚假陈述的招股说明书披露后购买股票，但仍因相信虚假陈述而遭受损失的投资者提供相应救济。然而，地方法院最后仍坚持对 1933 年《证券法》第 11 条的规定进行限定解释，坚持以公司的披露日为准，判决只有依据 1961 年公司公布的存在虚假陈述的招股说明书登记购买证券的股票购买者，方有权获得赔偿救济。

## 二、对 Barnes v. Osofsky 案的分析及质疑

### （一）案件分析

笔者认为，该案的判决主要涉及到在实际案例中如何对美国 1933 年《证券法》第 11

条的文义进行合理解释的问题。1933 年《证券法》第 11 条 a 款规定:“对招股说明书的任何部分,在其有效的情况下,若存在对实质性事实的虚假记载、对应当陈述的实质性问题之遗漏或对事实的误导性陈述,则任何获得该种证券的人(在获得该证券时已知悉存在非真实或遗漏情形的除外),都可以依照法律或公平原则,在任何有权管辖的法院提起诉讼。……”这一款的关键词是“任何获得该种股票的人”,而困难在于对于“该种”的认定并无先例可言。而“该种股票”究竟是指从虚假陈述公布之日到其被披露之日发行的股票,还是另外包括虚假陈述被披露后一段合理时间内发行的股票,1933 年《证券法》第 11 条 a 款本身并不能给出明确的答案。但是,本案地方法院主张对 1933 年《证券法》第 11 条 a 款的规定进行限定解释,判定只有那些直接依据 1961 年公司公布的存在虚假陈述的招股说明书(从该招股说明书公布之日到被披露之日)登记购买证券的股票购买者,方有权获得赔偿救济,从而排除了在具有虚假陈述的招股说明书披露之日后所有购买该证券的投资者寻求赔偿救济的权利。

## (二) 对案件的质疑

笔者对本案地方法院的判决提出以下几点质疑:

第一,对第 11 条 a 款的限定解释,虽然将之理解为“获得依据具有虚假陈述的招股说明书发行的证券”会更自然一些,但是另一种更宽泛的理解“获得与依据具有虚假陈述的招股说明书发行的证券相同类型的证券”,并不构成对该条款字面意思的违背,且法院在有足够理由的情况下也有适用之的可能。所谓“与依据具有虚假陈述的招股说明书发行的证券相同类型的证券”是指,虽然证券发行的时间是在该虚假陈述被披露之后,但其价格仍受到了该虚假陈述的影响;而按此价格购买证券的投资者同样受虚假陈述的影响而遭受到损失。因此,从实际结果上看,此类证券在性质上与“依据具有虚假陈述的招股说明书发行的证券”具有同类性。

第二,在招股说明书存在重大遗漏或没有履行更正义务时,如何准确确定披露义务产生的时间,仍是一个值得探究的问题(对此,本文将在第三章中具体展开分析)。而且即使进行更正,该更正要最终得到确定,要被公众投资者知悉,被市场完全充分消化,仍需要一段合理期间。若严格呆板地以更正日为准,在实际中难免会产生不公平的结果。

第三,如果认为 1933 年《证券法》第 11 条 a 款规制的原告主体只限于原先依照包含虚假陈述的招股说明书登记的股票购买者,而不将该条款适用于在该招股说明书被披露后新登记的股票购买者,将会使结果受到极大的限制。因为在证券市场中,大多数的交易行为是通过经纪商进行的,而经纪商本身并不知悉或并不关注他们所购买的是新登记的还是



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库